

学校编码: 10384
学号: 17520111151185

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司股权激励实施效果影响因素研究 ——基于恒康医疗 2013 年股权激励的案例分析

Study on the Influential Factors of Implement Effects of
Equity Incentive in Chinese Listed Company: Case Analysis
Based on HengKang Medical's Equity Incentive Plans of 2013

魏雪婷

指导教师姓名: 叶 少 琴 教授
专 业 名 称: 会 计 学
论文提交日期: 2014 年 4 月
论文答辩时间: 2014 年 5 月
学位授予日期: 2014 年 6 月

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2014 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

经过近 60 年的实践，在现代企业制度不断完善的今天，股权激励已经成为一种重要的长期激励方式。从 2005 年股权分置改革开始，我国出台了一系列规范股权激励的法规，营造了良好的法律制度环境，越来越多的企业实行股权激励。本文根据金融数据库统计，2006 年至 2013 年，共有 633 家上市公司提出了股权激励方案。但从企业实践上、实证研究上来看，并不是所有采用了股权激励的企业都取得了效果。基于此，本文分析研究了股权激励的实施效果及其影响因素是有其意义的。

本文采用规范研究和案例研究相结合的方法，在股权激励相关理论基础上，研究分析股权激励效果影响因素机制。本文认为股权激励的效果因企业实际情况的不同而不同，内外部环境不同，则企业实施股权激励的适用性不同，在方案设计上也有区别，实施过程中效果也不一样，最终导致效果的不同。企业选择股权激励，应该充分了解、调研、分析自身内外部诸多因素。这些因素会影响到企业在选择、设计、实施三方面的合理性、有效性，而这三方面最终会决定股权激励实施效果。

本文共有五个部分。第一部分是导言，说明了本文的研究背景与意义，国内外研究综述，研究框架与方法，本文创新与不足。第二部分对我国股权激励进行了概括性的论述。介绍了股权激励的概念、理论基础、模式、契约要素，并对股权激励在我国的实施现状和特征进行分析。第三部分是本文的核心，在理论上，提出股权激励应该产生的效果，在前人研究的基础上，梳理了影响股权激励实施效果的具体因素，以及这些因素影响股权激励实施效果的路径机制。第四部分是案例分析部分，在前文理论的指导下，分析了上市公司恒康医疗在 2013 年年初推出的股权激励计划的实施效果及其影响因素。第五部分是启示与建议，以期能够对实践起一定的指导借鉴意义。

关键词：股权激励；实施效果；影响因素

ABSTRACT

After nearly 60 years of practice and the constantly improved modern enterprise system today, the equity incentive has become an important long-term incentive. From 2005 when China started Equity Division Reform, China has issued a series of regulations about equity incentive, which created a favorable legal environment. More and more enterprises carry out equity incentives. According to the financial database statistics, from 2006 to 2013, a total of 633 listed companies raised equity incentive plan. But from the evidence of corporate practice and empirical studies, not all companies using the equity incentives have achieved good results. Based on this reality background, this paper analyzed the effect of equity incentive and its influential factors with practical significance.

In this paper, the standard research and case studies method are used. Based on previous classic literature and research on the equity incentive, this paper analyzes the mechanism of how factors affect the equity incentive. This paper argues that the effect of equity incentive is different from each other, due to the actual situation of enterprises. Different internal and external environment means different in applicability of equity incentive for enterprises, the different in the design and the implementation process of equity incentive for enterprises, eventually leading to different effects. So when companies carry out equity incentive, they should fully understand, research and analyze the internal and external factors of themselves.

This paper has five parts. The first part makes out the background, domestic and foreign study review of equity incentive, the framework and methodology, the innovation and shortcomings of this paper.

The second part mainly illustrates the theory basis and the types of equity incentive. And its special operation modes in our country are

described.

The third part is the core of this paper. Based on the theory basis, this paper discusses the results of equity incentive. On the basis of previous studies, this paper sorts out the specific factors that affect the implementation effect of equity incentive, and how these factors affect the effectiveness of equity incentive.

The fourth part is case study. Under the guidance of theory, this paper analyses the effect of equity incentive plan of the listed company Hengkang Medical launched in early 2013 and the factors which influenced its effect.

The last part summarizes this paper and gives out the possible suggestions for enterprises.

Key Words: Equity Incentive; Implement Effect; Influential Factor

目 录

1 导言	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 国内外研究综述	2
1.2.1 股权激励效果研究	2
1.2.2 股权激励效果影响因素研究	5
1.2.3 研究评述与启发	7
1.3 研究框架和方法	8
1.4 本文创新与不足	9
2 我国股权激励概述	11
2.1 股权激励的概念	11
2.2 股权激励理论基础	11
2.2.1 激励理论	11
2.2.2 人力资本理论	14
2.2.3 委托代理理论	14
2.3 股权激励的模式	16
2.4 股权激励契约要素	17
2.4.1 激励对象	18
2.4.2 行权价格或授予价格	18
2.4.3 授予数量	18
2.4.4 激励条件	19
2.4.5 激励期限	20
2.5 我国股权激励实施现状与特征	20
3 股权激励效果及其影响因素	24
3.1 股权激励效果	24
3.2 股权激励效果影响因素	25
3.2.1 宏观层面	25
3.2.2 微观层面	26
4 案例介绍与分析	38
4.1 案例介绍	38
4.2 企业实施股权激励效果分析	40
4.2.1 股权激励实施有效之处	40
4.2.2 股权激励实施失效之处	44
4.3 企业股权激励实施效果影响因素分析	45
4.3.1 股权激励机制选择的适当性分析	45
4.3.2 股权激励方案设计的合理性分析	58
4.3.3 股权激励方案实施的有效性分析	65
4.4 小结与建议	67

5 总结.....	69
参考文献.....	70
致谢.....	74

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

1 Introduction	1
1.1 Background and significance of this research.....	1
1.2 Literature review	2
1.2.1 Research on equity incentive effectiveness.....	2
1.2.2 Research on determination of equity incentive effectiveness	5
1.2.3 Research review and inspiration	7
1.3 Research framework and methodology	8
1.4 Innovation and shortage of this paper	9
2 A overview:equity incentive in china	11
2.1 Definition of equity incentive.....	11
2.2 Related theories	11
2.2.1 Motivation theory	11
2.2.2 Human capital theory.....	14
2.2.3 Agency theory	14
2.3 Different types of equity incentive.....	16
2.4 Elements of equity incentive contract.....	17
2.4.1 Incentive target	18
2.4.2 Exercise price	18
2.4.3 Grant number.....	19
2.4.4 Excitation conditions	19
2.4.5 Time horizon——vesting and exercise period	20
2.5 Executives' equity incentive of china's listed companies	20
3 Equity incentive effectiveness and determination	24
3.1 Equity incentive effectiveness	24
3.2 Factors that affect equity incentive effectiveness	25
3.2.1 Macro-level	25
3.2.2 Micro-level	26
4 Introduction and analysis of the case	38
4.1 Introduction of the case	38
4.2 Analysis of implementation of equity incentive	40
4.2.1 Positive side of equity incentive	40
4.2.2 Negative side of equity incentive	44
4.3 Analysis of influence factors of equity incentive effect	45
4.3.1 Suitability analysis	45
4.3.2 Rationality analysis.....	58
4.3.3 Validity analysis	66
4.4 Summary and recommendations	68

5 Conclusion	70
References	71
Acknowledgements	75

厦门大学博硕士论文摘要库

1 导言

1.1 研究背景与意义

股权激励是一种以公司股票为标的，对其董事、高级管理人员、核心员工及其他人员进行长期激励的方式。股权激励通过授予经营者本企业的股份使其与公司所有者成为利益共同体，使他们能够转变身份，以股东的身份参与企业管理决策，努力工作，科学管理，共享利润，同担风险，致力于企业的长远发展，使股东财富最大化。

股权激励始于 20 世纪 50 年代的美国。20 世纪 60 年代美国硅谷高速发展，很重要的一个原因正是股权激励对于公司技术、管理人才的激励作用。20 世纪 70 年代后，美国政府出台了多部股权激励相关法规，由于法律制度的完善，股权激励发展迅速。研究表明，20 世纪末，美国排名前 1000 的公司中，有 90% 的公司对经营层授予了股权激励，股权激励在经营层总收入中的比重从 1976 年的不到 20% 上升到 2000 年的 50%，通用、强生、可口可乐等 10 家大公司的股权收益甚至占到经营层总收入的 95% 以上^①。

20 世纪 90 年代初，我国首次引入股权激励制度。此后，我国股权激励逐步发展不断成熟。从 2005 年股权分置改革开始，我国出台了一系列规范股权激励的法规，营造了良好的法律制度环境，越来越多的企业实行股权激励。2006 年至 2013 年，共有 633 家上市公司提出了股权激励方案。但是，在实施了股权激励的企业中，并非所有企业都取得了提升业绩等理论上的效果。如士兰微公司在实施股权激励后净利润反而下降了 80% 以上^②。大量实证研究也发现股权激励的激励效果并不理想。

造成这样的原因主要是因为股权激励实施效果受制于很多具体因素，进而体现出明显的状态依存特征和复杂性特征^③。许多企业在运用股权激励时生搬硬套，

^①吕长江，郑慧莲，严明珠. 为什么上市公司选择股权激励计划？[J]. 会计研究，2011（1）：68-75.

^②李秉祥，惠祥. 我国上市公司高管股权激励影响因素的实证研究[J]. 财会月刊理论版，2013（4）：33.

^③辛宇，吕长江. 激励、福利还是奖励：薪酬管制背景下国有企业股权激励的定位困境[J]. 会计研究，2012

缺乏对自身内外部因素的充分了解、调研，与企业自身的发展需要不匹配，影响了实施的效果。

股权激励受制于哪些具体因素呢？国内外对此有大量的研究，包括行业特征、公司特征、公司治理结构等。本文试图对这些主要的具体因素进行梳理。这些因素是如何影响股权激励的效果呢？股权激励推出包括选择、设计和实施这些过程，本文试图从股权激励推出的过程，分析这些具体因素如何分别影响这些程序，最终影响股权激励实施效果。通过研究分析，形成一个股权激励实施效果影响机制框架，并运用这个机制框架进行案例分析，以期能为实践提供一定的指导意义。

1.2 国内外研究综述

徐宁等（2010）在文章中梳理了股权激励效应研究脉络，把股权激励效应研究归纳成四个视角：外生视角、内生视角、超外生视角和超内生视角^①。从这四个视角出发，学术界对股权激励效果的研究成果颇丰，包括从外生视角和超外生视角的关于股权激励效果的研究，内生视角和超内生视角的关于股权激励效果影响因素的研究。

外生视角和内生视角把股权激励作为一个独立的外生变量来考察，而超外生视角和超内生视角是基于契约结构理论，引入契约要素变量，包括激励方式、激励对象、绩效条件等。

1.2.1 股权激励效果研究

外生视角研究思路如图 1-1 所示：

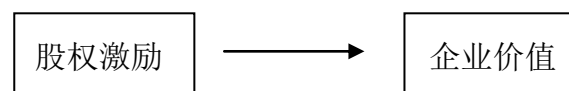


图 1-1：外生视角研究思路

资料来源：笔者自绘

（6）： 67.

^①徐宁，徐向艺．上市公司股权激励效应研究脉络梳理与不同视角比较[J]．外国经济与管理，2010（7）： 57—64.

基于外生视角的股权激励效应研究存在两种理论假说,即利益趋同假说和壕沟效应假说。利益趋同假说认为股权激励是解决委托代理问题的有效手段,增加经营者持股比例可以有效降低代理成本,壕沟效应假说与之相反,认为股权激励会造成负面影响,经营者持股会使得其抵御外部压力的能力增强,扩大了其影响力和投票权,这时即使他们的行为损害企业利益,他们的职位或报酬极有可能不会受到任何负面影响。

针对以上两个假说开展了多项研究,包括股权激励直接影响公司价值(直接效应)的研究和股权激励对公司投资决策行为的影响(间接效应)的研究。本文主要考察股权激励对公司价值的研究,故下面介绍直接效应方面的研究综述。

在这个方面共有三种研究结论。

一是基于利益趋同假说的正相关论。Jensen 和 Meckling (1976)、Jensen 和 Murphy (1990) 的研究均表明经营者持股比例与公司价值正相关^①。在我国,邱世远等(2003)采用两个独立样本的非参数检验,对比了 1999-2001 年高管持股比例高的公司和持股比例低的公司每股收益,前者远大于后者,由此肯定了股权激励的激励效应^②。

二是基于壕沟效应假说的无关论或负相关论。Demsetz 等(1985)实证表明经营者持股水平与公司价值之间不存在显著的相关性^③。Bebchuk 等(2003)提出经营者寻租论,他们认为由于经营者会采取寻租行为,因此股权激励并不能有效解决委托代理问题,反而会导致或加剧委托代理问题^④。我国学者顾斌等(2007)考察了 56 个样本企业,比较分析样本企业在实施股权激励计划之后业绩(净资产收益率)的变化,发现没有显著的变化,得出结论认为目前我国上市公司高管股权激励还没有发挥出应有的积极效应^⑤。

三是建立在两个假说基础上的非线性相关论,即股权激励对公司价值存在

^①Jensen, Michael C, Meckling, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost s and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4): 305- 360.

^②邱世远, 徐国栋. 上市公司股权激励的实证分析[J]. 统计与决策, 2003 (12): 75—79.

^③Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences[J]. The Journal of Political Economy, 1985: 1155—1177.

^④Bebchuk, Lucian Arye, and Fried, Jesse. Executive compensation as an agency problem[J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, 17 (3): 71—92.

^⑤顾斌, 周立烨. 我国上市公司股权激励实施效果的研究[J]. 会计研究, 2007 (2): 79—85.

区间效应。Morck(1988)的研究最具代表性,他分别选取董事持股比例和托宾Q值作为股权激励和公司价值的替代变量,考察了股权激励与公司价值之间的关系。结果表明,董事持股比例在0-5%的区间内,二者正相关;5%-25%的区间内二者负相关;大于25%时两者又呈正相关关系,但二者的关联程度有所减弱^①。我国学者李增泉(2000)经实证检验后认为,管理层持股比例较低的话,持股与否没有明显的激励效应,而当管理层的持股达到一定比例后,则会对企业业绩产生显著影响^②。范合君等(2013)研究发现高管持有股权和期权的比重对公司每股收益率存在显著的倒U型影响^③。

超外生视角研究思路如图 1-2 所示:

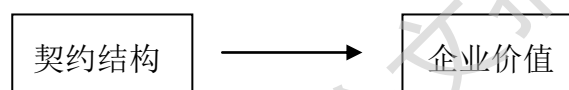


图 1-2: 超外生视角研究思路

资料来源: 笔者自绘

超外生视角下的研究将契约要素(激励对象、激励条件、激励期限等)作为外生变量来考察股权激励对公司价值的影响。

激励对象方面,Zattoni 等(2009)考察了激励对象对股权激励实施效果的影响,研究结果表明激励对象(如高层经营者、技术人员或其他人员)的不同并没有使股权激励效果发生本质变化,但股权激励效果会随激励人数的不同而迥异,激励对象少于十人的公司,股权激励对公司价值的作用更加显著^④。激励条件方面,Murphy(1999)在对 1996-1997 年美国 177 家大公司年度股权激励的绩效考核指标体系进行分析时发现,超过 1/3 的公司仅采用单一的绩效考核指标,大部

^①Morck, R, Shleifer, A, Vishney, R W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20 (1-2): 293-315.

^②李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2000 (1): 24-30.

^③范合君, 初梓豪. 股权激励对公司业绩倒 U 型影响[J]. 经济与管理研究, 2013 (2): 5-11.

^④ Alessandro, Zattoni, Alessandro, Minichilli. The diffusion of equity incentive plans in Italian listed companies: What is the trigger? [J]. Corporate Governance: An International Review, 2009, 17 (2): 224-237.

分公司采用会计收益考核指标，83%的工业企业采用绝对值指标^①。我国学者吴育辉、吴世农(2010)通过研究中国 82 家上市公司的股权激励计划草案，发现中国上市公司在设计绩效考核指标时存在指标数量少，类型单一的问题，大部分公司选择两个业绩考核指标，常为净利润增长率和净资产收益率指标^②。张娟(2013)分析了 44 家遭遇撤销的股权激励计划的行权条件，发现所有样本企业均采用非市场业绩指标，没有企业采用市场业绩指标、全面业绩指标或资产指标^③。激励期限方面，吕长江(2009)研究发现，股权激励草案的激励期限过低和激励指标设置不严格，导致上市公司股权激励存在福利型方案。大多数公司的激励有效期是 5 年，如果一些公司自愿采用大于 5 年的激励期限，则说明它们有明显的激励动机^④。卢馨等(2013)研究发现股权激励契约的激励期限越长、业绩条件越严格，其激励效果越好^⑤。

1.2.2 股权激励效果影响因素研究

内生视角研究思路如图 1-3 所示：

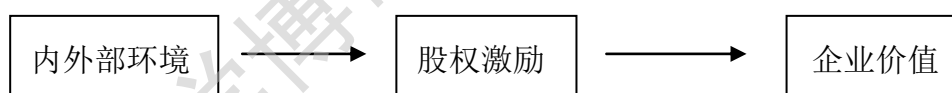


图 1-3：内生视角研究思路

资料来源：笔者自绘

内生视角下的相关研究认为股权激励本身是一个非独立存在的内生变量，公司规模、治理结构及所处环境等诸多内外部因素会影响股权激励解决委托代理问题的效果。内生视角下主要研究股权激励效果的影响因素，研究重点为公司特征、股权结构和治理机制等方面。

^① Murphy K J. Executive compensation[J]. Handbook of labor economics, 1999, 3: 2485—2563.

^② 吴育辉，吴世农. 企业高管自利行为及其影响因素研究. 管理世界, 2010 (5): 141—149.

^③ 张娟. 上市公司股权激励行权条件的问题研究[D]. 财政部财政科学研究所, 2013.

^④ 吕长江，郑慧莲，严明珠. 为什么上市公司选择股权激励计划? [J]. 会计研究, 2011 (1): 68-75.

^⑤ 卢馨，龚启明，郑阳飞. 股权激励契约要素及其影响因素研究[J]. 山西财经大学学报, 2013 (4): 49—59.

公司特征方面，Himmelberg等(1999)实证考察了经营者持股水平的决定因素，结果表明经营者持股水平与公司规模、固定资产投资、研发投入以及公司特质性风险负相关，与营业收入正相关。在不同的公司里，经营者持股的原因是众多的。如果将企业特征列入解释变量，发现经营层持股并不能提高公司经营业绩^①。周建波和孙菊生(2003)研究表明成长性较高的公司采用股权激励能取得更好的效果，能显著提高公司经营业绩^②。股权结构方面，Mak和Li(2001)采用1995年新加坡上市公司的截面数据，引入大股东持股比例和股东性质变量，实证表明经营者持股水平与大股东持股比例和股东的国有性质负相关^③。潘颖等(2009)研究指出，股权制衡度与股权激励实施效果正相关^④。治理结构方面，Core等(1999)实证检验发现当董事会规模较大，外部董事多数由公司管理层任命以及外部董事同时在三个以上董事会担任职务时，经营者持股水平较高^⑤。我国学者王华等(2006)通过实证检验发现，独董比例与经营者股权激励存在显著的反向关系，而非执行董事比例则与之存在显著的正向关系^⑥。吕长江等(2011)研究表明，公司治理结构的不完善、对管理者监督制约机制的缺乏会使管理层出于福利目的而选择股权激励，这影响了股权激励作用的发挥。

超内生视角研究思路如图 1-4 所示：

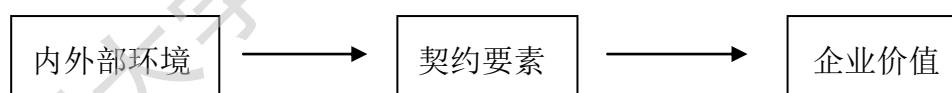


图 1-4：超内生视角研究思路

资料来源：笔者自绘

^①Himmelberg, Hubbardrg, Paliad. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance [J]. Financial Economics, 1999: 353—384.

^②周建波，孙菊生. 经营者股权激励的治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 经济研究, 2003 (5): 74- 83.

^③Mak, Y T, Li Yuan. Determinant s of corporate ownership and board structure: Evidence from Singapore [J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7 (3): 235—255.

^④潘颖，刘广生. 双重委托治理框架下股权激励效应研究[J]. 经济经纬, 2009 (6): 73—76.

^⑤Core, John E, Holthausen, R W, Lareker, D F. Corporate governance, chief executive of fiber compensation and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 51 (3): 371— 406.

^⑥王华，黄之骏. 经营者股权激励、董事会组成与企业价值：基于内生性视角的经验分析[J]. 管理世界, 2006 (9): 101— 116.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库